

**TRIBUNALE DI NAPOLI**

**SEZIONE VII FALLIMENTARE**

***FALLIMENTO Tennis Hotel Srl in liquidazione***

*Giudice Delegato dott. Francesco Paolo Feo*

*Curatore dott.ssa Adele Taralbo*

**VALUTAZIONE DELL'AZIENDA**

***DEL FALLIMENTO TENNIS HOTEL Srl in liquidazione***

***REDATTA DAL DOTT. Domenico Vincenzo De Crescenzo***

**Domenico Vincenzo DE Crescenzo**

DOTTORE COMMERCIALISTA – REVISORE CONTABILE

C.T.U. TRIBUNALE DI NAPOLI

Piazza Cavour n. 19 – 80137Napoli

*Tel Fax 08154428978 – PEC d.decrescenzo@legalmail.it*

## *Sommario*

<b>1. PREMESSE</b> .....	<b>3</b>
1.1 CONFERIMENTO DELL'INCARICO .....	3
1.2 OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE ED APPLICAZIONE DEI PIV .....	3
1.3 PERIODO DI RIFERIMENTO .....	4
<b>2. BREVE STORIA DELLA SOCIETÀ</b> .....	<b>4</b>
2.1 INFORMAZIONI SULLA SOCIETÀ PROPRIETARIA DELL'AZIENDA .....	4
2.2 COMPAGINE SOCIETARIA .....	4
2.3 LE VICENDE SOCIETARIE RECENTI .....	4
<b>3. DOCUMENTI ACQUISITI, DATI E FONTI UTILIZZATE</b> .....	<b>5</b>
3.1 ATTIVITÀ PROPEDEUTICHE ALLA STIMA E LIMITAZIONI AL PRESENTE ELABORATO .....	5
3.2 I DOCUMENTI ACQUISITI ED ANALIZZATI .....	6
<b>4. DESCRIZIONE ED IDENTIFICAZIONE DELL'AZIENDA OGGETTO DI STIMA</b> .....	<b>7</b>
4.1 LOCALIZZAZIONE DELL'AZIENDA .....	7
4.2 DESCRIZIONE DELL'IMMOBILE NEL QUALE VIENE ESERCITATA L'AZIENDA .....	7
4.3 IDENTIFICAZIONE DEI BENI COMPRESI NELL'AZIENDA .....	9
4.4 CARATTERISTICHE DELL'OFFERTA DI RICETTIVITÀ .....	9
<b>5. CARATTERISTICHE DEL MERCATO DI RIFERIMENTO</b> .....	<b>9</b>
5.1 IL MERCATO DI RIFERIMENTO INTERNAZIONALE .....	9
5.2 IL MERCATO DI RIFERIMENTO NAZIONALE ED OSPITALITÀ' .....	12
5.3 IL MERCATO DI RIFERIMENTO DELL'AZIENDA .....	14
<b>6. I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE</b> .....	<b>15</b>
6.1 IL METODO FINANZIARIO .....	15
6.2 IL METODO REDDITUALE .....	16
6.2.1 IL TEMA LEGATO ALLA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI CAPITALIZZAZIONE .....	17
6.3 IL METODO PATRIMONIALE .....	17
6.4 IL METODO DEI MULTIPLI .....	18
6.5 PROCEDIMENTO SINTETICO COMPARATIVO STIMA A CAMERA .....	19
<b>7 LA CONNESSIONE DEL PRESENTE ELABORATO CON LA PERIZIA IMMOBILIARE DEL ARCH VALERIA FERRARA</b> .....	<b>20</b>
<b>8. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE</b> .....	<b>21</b>
8.1 PREMESSA I PIV .....	22
8.2 LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA .....	23
8.2.1 VALUTAZIONE HOTEL .....	23
8.2.2 VALUTAZIONE COMPLESSO TENNIS .....	25
8.2.3 VALUTAZIONE COMPLESSO PISCINE .....	27
8.2.4 VALUTAZIONE PALESTRA .....	27
8.2.5 VALUTAZIONE LOCAZIONE ANTENNE TELEFONICHE .....	28
8.3 LA STIMA DELL'ENTERPRISE VALUE DEL'HOTEL TENNIS IN LIQUIDAZIONE SRL SECONDO I DIVERSI SCENARI DI LIQUIDAZIONE E TRAMITE APPLICAZIONE DELLO SCONTO OSSERVATO IN SEDE DI ASTA PUBBLICA .....	29
<b>9. CONCLUSIONI</b> .....	<b>30</b>

## **1. PREMESSE**

### **1.1 CONFERIMENTO DELL'INCARICO**

Con istanza depositata in data 26.02.2020, la dott.ssa Adele Taralbo curatore del Fallimento “Tennis Hotel Srl in liquidazione” (di seguito anche “Società” o “Fallita”), dichiarato con sentenza del Tribunale di Napoli n. 31/2020, ha chiesto ed ottenuto l'autorizzazione alla nomina del sottoscritto Dott. Domenico Vincenzo De Crescenzo (cfr.all.1), iscritto all'ordine dei dottori commercialisti di Napoli al n. 3984/4101A ed al registro dei revisori legali con D.M. 25 settembre 2007, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale nr. 85 riportante numero di iscrizione 147322, quale perito estimatore del complesso aziendale di proprietà della Fallita denominata “Tennis Hotel srl in liquidazione ” che esercitava attività alberghiera in Pozzuoli alla Via Pisciarelli n.83.

### **1.2 OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE ED APPLICAZIONE DEI PIV**

La valutazione è diretta ad accertare il valore globale dell'azienda alberghiera nell'ipotesi di cessione a terzi, al fine di fornire, in qualità di esperto, un valore di riferimento per l'espletamento della procedura competitiva ai sensi dell'art. 107 l.f.. Lo scrivente intende evidenziare che la presente relazione, che costituisce a tutti gli effetti una opinione di valutazione (di seguito “opinion”), è redatta in conformità ai PIV. In particolare detta opinion viene emessa su incarico di una curatela fallimentare, nel quadro di un processo di dismissione di una azienda che viene esercitata su uno specifico complesso immobiliare (l'albergo) posto in essere ai sensi dell'art. 105 e seguenti l.f.. L'opinion, quindi, rientra nel punto v.2 dei PIV essendo una valutazione legale in quanto richiesta dalla legge. Inoltre è bene evidenziare che il sottoscritto si atterrà: 1. alla rete concettuale di base dei PIV di cui al paragrafo “I” e relativi sottopunti; 2. la propria attività di esperto sarà improntata al disciplinare di cui al paragrafo II dei PIV e relativi sottopunti. In merito è bene evidenziare che la Legge Fallimentare non richiede quale requisito *ab substantiam* che in beni posti in vendita siano oggetto di una valutazione peritale ma quando, come in questo caso, il curatore la richiede, la perizia assume carattere legale in quanto diviene il riferimento per la sollecitazione della gara pubblica.

Per ciò che concerne la particolarità dell'incarico, che consiste nella valutazione d'azienda, si evidenzia che i PIV sono applicabili anche alla valutazioni di aziende e di rami d'azienda secondo il paragrafo “III.1”.

### **1.3 PERIODO DI RIFERIMENTO**

La valutazione si intende riferita al 27.02.2020, data di conferimento dell'incarico. La presente valutazione è svolta sulla base della documentazione meglio dettagliata nel successivo paragrafo 3.1 al quale si rimanda per maggiore dettaglio e che contiene la descrizione delle limitazioni al presente elaborato.

## **2. BREVE STORIA DELLA SOCIETÀ**

### **2.1 INFORMAZIONI SULLA SOCIETÀ PROPRIETARIA DELL'AZIENDA**

Di seguito si forniscono i dati societari della Fallita come risultanti da visura effettuata presso il Registro delle Imprese (Cfr. all.2)

### **2.2 COMPAGINE SOCIETARIA**

Il capitale sociale pari a Euro 100.00,00 risulta sottoscritto e interamente versato come segue:

### **2.3 LE VICENDE SOCIETARIE RECENTI**

La Società è stata dichiarata fallita con sentenza del Tribunale di Napoli n. 31/2020, depositata in data 14.02.2020, con la quale è stato nominato Giudice delegato dott. Francesco Paolo Feo e curatore la dott.ssa Adele Taralbo.

Denominazione Tennis Hotel s.r.l. in liquidazione

Forma Giuridica Società a responsabilità limitata

Sede Legale Viale Colli Aminei n.50 - Napoli (Na)

Codice Fiscale 03227600636 REA NA- 289904

Compagine societaria:

- 1) Socio --- OMISSIS ---Codice fiscale: ---  
OMISSIS ---  
Quota di nominali: 51.000,00 Euro  
Di cui versati: 51.000,00  
Tipo di diritto: proprietà In ragione di 1/2  
--- OMISSIS --- Codice fiscale: --- OMISSIS ---  
Tipo di diritto: proprietà'  
In ragione di 1/2  
--- OMISSIS ---, IL PROVVEDIMENTO DI NOMINA DEL TUTORE, SIG.RA --- OMISSIS --- NATA A NAPOLI IL --- OMISSIS ---, CONCESSO DAL GIUDICE TUTELARE PRESSO IL TRIBUNALE DI NAPOLI CON DECRETO IN DATA 25 GIUGNO 2014, DEPOSITATO IN CANCELLERIA IN DATA 27 GIUGNO 2014, R.G. N.4023/2014
- 2) --- OMISSIS ---  
Codice fiscale: --- OMISSIS ---Quota di nominali: 9.000,00 Euro  
Di cui versati: 9.000,00  
Tipo di diritto: proprietà'
- 3) --- OMISSIS ---  
Codice fiscale: --- OMISSIS ---Quota di nominali: 10.000,00 Euro  
Di cui versati: 10.000,00  
Tipo di diritto: proprietà'

4) --- OMISSIS ---

Codice fiscale: --- OMISSIS --- Quota di nominali: 10.000,00 Euro  
Di cui versati: 10.000,00  
Tipo di diritto: proprietà'

5) --- OMISSIS --- Codice fiscale: --- OMISSIS ---

Quota di nominali: 10.000,00 Euro  
Di cui versati: 10.000,00  
Tipo di diritto: proprietà'

6) --- OMISSIS ---

Codice fiscale: --- OMISSIS --- Quota di nominali: 10.000,00 Euro  
Di cui versati: 10.000,00  
Tipo di diritto: proprietà'

La società all'atto del fallimento risultava in liquidazione volontaria ed il liquidatore nominato risulta essere l'avv. Mastropaolo Vincenzo con nomina avvenuta in data 19/06/2019. La società risulta in liquidazione dal 15/10/2018. La sede operativa risulta essere sempre stata in Pozzuoli alla Via Pisciarelli n.83.

La Fallita, nel tempo ha affiancato all'attività Alberghiera altre attività connesse quali: l'attività di locazione degli spazi relativi ai campi da tennis all'Associazione Sportiva dilettantistica a responsabilità limitata “--- OMISSIS ---”; l'attività di gestione delle due Piscine attinenti al complesso; la locazione degli spazi relativi alla superficie del solaio dell'Immobile principale alle società “--- OMISSIS ---” ed alla società “--- OMISSIS ---” per l'installazione di antenne di trasmissione della rete telefonica mobile; ed in fine vi era un contratto per gestione dell'area palestra alla “-- OMISSIS ---”.

### **3. DOCUMENTI ACQUISITI, DATI E FONTI UTILIZZATE**

#### **3.1 ATTIVITÀ PROPEDEUTICHE ALLA STIMA E LIMITAZIONI AL PRESENTE ELABORATO**

Lo scrivente, nel corso del tempo ha proceduto a più accessi presso la struttura ricettiva in Pozzuoli Via Pisciarelli n. 83, con lo scopo di verificare lo stato dei luoghi e al fine di acquisire le informazioni ritenute utili all'analisi della gestione dell'impresa alberghiera. In quella occasione è stato acquisito un consistente repertorio fotografico riguardante le varie tipologie di camere, le parti comuni, le aree Tennis, Piscina, palestra parcheggio e gli uffici. Sono stati inoltre richieste al curatore una serie di informazioni relative alla gestione dell'azienda alberghiera relativamente all'ultimo quadriennio antecedente il fallimento. In particolare: i registri acquisti e vendite, il libro giornale, il libro dei cespiti ammortizzabili dal quale evincere quantomeno il valore contabile delle immobilizzazioni materiali e

immateriale, il verbale di inventario dei beni di proprietà della Fallita redatto dal curatore con l'assistenza del cancelliere del Tribunale, le situazioni contabili analitiche ed il libro mastro; inoltre tramite il sito internet è stato acquisito il tariffario applicato per tipologia di camera e stagionalità. Il sottoscritto ha inoltre svolto una ricerca rispetto ai flussi turistici dell'area di riferimento, acquisendo informazioni ufficiali dall'elaborato redatto dall'Ufficio di statistica della Regione Campania anno 2016 e 2017.

### **3.2 I DOCUMENTI ACQUISITI ED ANALIZZATI**

E' opportuno premettere che, la documentazione giudicata rilevante ai fini del presente elaborato, è quella espressamente indicata nel presente paragrafo. In merito alla documentazione che il sottoscritto ha ricevuto è stato assunto che tutti i documenti acquisiti e consultati per la redazione della presente relazione, anche in formato digitale ovvero elettronico forniti al sottoscritto come copie, fotostatiche o e-mail siano stati consegnati direttamente dall'Ufficio di curatela e producano i loro effetti in conformità alle rispettive condizioni ed ai rispettivi termini.

Di seguito si fornisce l'elenco della documentazione che, nell'espletamento del proprio incarico, lo scrivente ha acquisito ed analizzato:

- contratto di affitto dei campi da tennis alla ASD “--- OMISSIS ---” redatto in data 01/01/2013 (Cfr all. 3) (il sottoscritto è stato informato dall'Ufficio di curatela che detto contratto risulta risolto e che la ASD ha rilasciato la struttura);
- verbale di inventario dei beni di proprietà della Fallita redatto dal curatore dott.ssa Adele Taralbo con l'assistenza del cancelliere dott. Luca Montefusco (Cfr all.4);
- contratto di fitto relativo alla superficie del solaio di copertura alla società “--- OMISSIS ---” avendo in allegato dichiarazione sostitutiva riportante data 16/02/2018 (Cfr all.5);
- contratto di fitto relativo alla superficie del solaio di copertura alla società “--- OMISSIS ---” datato 16/09/2014(Cfr. all.6) ;
- contratto locazione palestra con l'--- OMISSIS --- riportante data 01/03/2016 (Cfr. all.7);
- bilancio di esercizio anno 2016-2017-2018 (Cfr all.8) ;
- situazione contabile anno 2016-2017-2018-2019-2020 (Cfr all.9);
- libro giornale anno 2016-2017-2018-2019-2020 (Cfr all.10);
- libro cespiti anno 2016-2017-2018-2019-2020 (Cfr all.11);
- registro acquisti anno 2016-2017-2018-2019-2020 (Cfr all.12);

- registro vendite e corrispettivi anno 2016-201-2018-2019-2020 (cfr. all.13);
- bilancio d'esercizio --- OMISSIS --- anno 2016-2017-2018; (cfr. all.14)
- autorizzazione amministrativa rilasciata dal Comune di Pozzuoli (cfr all.15)
- Perizia di valutazione immobiliare degli immobili di proprietà della Fallita redatta dall'Arch. Valeria Ferrara data 04 dicembre 2020; (cfr all.16)

#### **4. DESCRIZIONE ED IDENTIFICAZIONE DELL'AZIENDA OGGETTO DI STIMA**

##### **4.1 LOCALIZZAZIONE DELL'AZIENDA**

L'azienda oggetto della presente valutazione viene condotta in un complesso immobiliare in Pozzuoli via Pisciarelli n.83, pur facendo parte del comune di Pozzuoli esso si può considerare come parte integrante parte della zona di Agnano della città di Napoli. Essa è nelle immediate vicinanze dell'uscita "Agnano" della tangenziale di Napoli. La totalità della rete autostradale è inoltre collegata alla città grazie alla tangenziale che circonda interamente il capoluogo campano. Anche dal punto di vista dei collegamenti ferroviari di Napoli risulta ottimamente servita. A livello cittadino oltre ai mezzi di trasporto pubblico di superficie (bus) esistono due linee della metropolitana che collegano la città in maniera sostanzialmente uniforme. Il quartiere dove è ubicato il compendio nel quale è sito l'azienda si può affermare che è collocato nelle immediate vicinanze del centro della città. Il contesto urbano è di modesto livello qualitativo, contraddistinto da un tessuto urbano ad alta densità con edifici a destinazione mista residenziale – artigianale. Pur essendo ubicato in una zona semiperiferica rispetto al centro storico di Napoli, l'hotel risulta facilmente accessibile con i mezzi privati e con i mezzi pubblici di superficie. La fermata delle linee di superficie (autobus) più vicina risulta essere quella "di Via Pisciarelli" della linea 502 posta a circa 900 metri dall'hotel. Più distanti sono le fermate della metropolitana della linea, situate a circa 5 km di distanza dall'albergo.

##### **4.2 DESCRIZIONE DELL'IMMOBILE NEL QUALE VIENE ESERCITATA L'AZIENDA**

La valutazione dell'azienda non può prescindere da una breve descrizione dell'immobile nel quale essa viene esercitata. A tal proposito si evidenzia che l'immobile di proprietà della Fallita nel quale viene esercitata l'azienda, è oggetto di autonoma perizia redatta dall'Arch. Valeria Ferrara che ha rilasciato la propria relazione in data 04/12/2020. L'azienda Tennis Hotel è una struttura alberghiera a 3

stelle che insiste principalmente su due corpi di fabbrica che si estendono su un'area di circa 24.150 mq.

Il corpo di fabbrica principale denominato albergo risulta essere un immobile di 3 piani fuori terra oltre a un piano sottotetto composto da 63 camere (come previsto dall'autorizzazione amministrativa) e uno interrato, . tutte le camere possono avere utilizzazione singola o doppia e con l'aggiunta di un terzo letto, con una capienza di 142 posti letto.

Il piano terra ospita la reception, una sala polivalente, il ristorante e sala colazioni, il bar, ed il locale uffici. I pavimenti delle camere sono in gres porcellanato ed alcuni in rivestimento legno, i bagni sono tutti rivestiti in piastrelle rettangolari di gres porcellanato e tutti dotati di servizi igienici. Ogni camera è dotata di TV LCD, due comodini ed uno scrivitorio, molte sono munite frigobar; alcune camere (per residenza a lungo termine) sono dotate anche di angolo cottura. Nei corridoi di ogni piano la pavimentazione risulta rivestita con plastica e gres porcellanato.

Il secondo corpo di fabbrica denominato alberghetto unito al primo da un corridoio di collegamento posto al primo piano è di due piani fuori terra ha un totale di n . 20 camere, per un totale di 40 posti letto. Detto corpo di fabbrica dall'esame della perizia di stima dell'arch. Ferrara risulta del tutto abusivo dal punto di vista urbanistico e privo di qualsivoglia autorizzazione per l'esercizio dell'attività.

Infine esistono alcune costruzioni indipendenti: sul lato sinistro rispetto all'ingresso denominato dependance suddiviso in due alloggi; un corpo di fabbrica denominato residence a) con quattro unità abitative ed un corpo di fabbrica denominato residence b) con 5 miniappartamenti, coppo di fabbrica denominato residence c) su due piani su cui insistono al piano terra 3 locali deposito e due alloggi ed al primo piano 6 mini appartamenti.

Il complesso è poi servito due piscine una per gli adulti ed un'altra per bambini, un'aera solarium, sei campi da tennis in precedenza locati alla “--- OMISSIS ---”, un'area attrezzata a palestra precedentemente occupata dall'--- OMISSIS ---ed attualmente risultante vuota a seguito di un furto subito ed un'altra costruzione denominata discoteca; un corpo di fabbrica identificato come tavernetta, un unico locale fuori terra di circa 60 mq., infine esiste una villa di circa 408 mq completamente vandalizzato ed un appezzamento di terreno di circa 12.260 mq.

Il sottoscritto sul punto precisa che in merito alla capacità ricettiva il proprio elaborato si concentrerà unicamente sulla struttura definita albergo, tenuto conto che

nella propria relazione il tecnico ha ritenuto che sia l'immobile definito alberghetto sia l'area destinata a residence risultano essere costruzioni abusive ed il sottoscritto dalla lettura degli atti ha rilevato che risultano prive di autorizzazioni amministrative.

#### **4.3 IDENTIFICAZIONE DEI BENI COMPRESI NELL'AZIENDA**

Il perimetro dell'azienda oggetto della presente valutazione ed i beni in esso contenuti sono stati desunti direttamente da quanto inventariato dal curatore fallimentare relativamente alla struttura principale.

In particolare l'azienda è costituita esclusivamente dai seguenti elementi: impianti, attrezzature, mobili, arredi, accessori, utensileria afferenti all'azienda. L'azienda non ha mai contabilizzato e/o ritenuto utile definire l'esistenza e la quantificazione di diritti di proprietà intellettuale ed industriale, quali a titolo esemplificativo e non esaustivo (i) tutti i segni distintivi e dunque i marchi (ii) le denominazioni commerciali, (iii) i loghi, le insegne, i domain names; i contratti finalizzati ad assicurare l'operatività dell'azienda e le autorizzazioni per l'esercizio dell'attività.

#### **4.4 CARATTERISTICHE DELL'OFFERTA DI RICETTIVITÀ**

In considerazione dell'ubicazione dell'Azienda descritta nel precedente paragrafo 4.1, delle caratteristiche dimensionali delle camere e delle facilities presenti, si può riferire che l'hotel aveva una clientela diversificata. È emerso che la clientela business abbia (e da sempre abbia avuto in passato) un peso importante sul totale delle camere vendute pari a circa il 70% del totale, a ciò si aggiunge un altro 20% circa di domanda generata dai così detti gruppi rappresentato dalle scolaresche e conventions. La parte di domanda rimanente, pari al 10% circa, è riconducibile invece alla domanda turistica.

### **5. CARATTERISTICHE DEL MERCATO DI RIFERIMENTO**

#### **5.1 IL MERCATO DI RIFERIMENTO INTERNAZIONALE**

Secondo il report annuale redatto da Federalberghi in collaborazione con l'Ente Bilaterale Nazionale Turismo e l'Istat, nel 2019 la domanda turistica internazionale è cresciuta per il decimo anno consecutivo, seppure con ritmi più lenti rispetto a quelli straordinari del biennio precedente: Secondo le stime dell'Organizzazione Mondiale del Turismo, gli arrivi internazionali nel mondo sono stati 1.461 milioni, con un incremento del 3,8% contro il 7,2% del 2017 e il 5,6% del 2018. Il rallentamento, imputabile secondo l'OMT ad una molteplicità di fattori (le incertezze legate alla Brexit, il fallimento di Thomas Cook e di alcune compagnie

aeree low cost in Europa, le tensioni geopolitiche e sociali e la frenata economica generale), non ha comunque impedito che la domanda turistica internazionale crescesse più dell'economia mondiale, confermando le ampie capacità di resilienza del settore turistico. Considerando le diverse aree del mondo, il primato della crescita è spettato al Medio Oriente (+7,6%). Buone performance, superiori alla media mondiale, sono state registrate anche da Asia e Pacifico (+4,6%), grazie agli ottimi risultati di Sud-est asiatico e Asia meridionale, e dall'Africa (+4,2%) trainata ancora una volta dai paesi che si affacciano sul Mediterraneo. Le dinamiche dell'Europa (+3,7%), dopo due anni di forte espansione, hanno subito un notevole ridimensionamento ma sono riuscite a mantenersi in linea con il trend globale grazie alle buone prestazioni dei paesi dell'Europa meridionale e mediterranea. L'incremento più modesto, anche nel 2019, è stato registrato dal continente americano (+2%), penalizzato in questo caso dai risultati negativi del Sud-America. Il turismo è uno dei settori più colpiti dalla pandemia di COVID-19 che sta funestando il Mondo intero e per l'anno in corso si prospetta una crisi senza precedenti sia per la domanda che per l'offerta turistica internazionale. Secondo gli ultimi dati dell'Organizzazione Mondiale del Turismo il COVID-19 ha già causato una contrazione del 22% degli arrivi turistici internazionali nel primo trimestre del 2020 e la crisi potrebbe portare a un calo annuale tra il 60% e l'80% rispetto ai dati del 2019 con una perdita tra i 910 e 1.200 miliardi di dollari di entrate turistiche internazionali, a seconda di quando si assisterà ad una graduale apertura delle frontiere internazionali e all'allentamento delle restrizioni di viaggio. Con riferimento all'Unione Europea, la Commissione stima che le perdite di fatturato a livello europeo saranno del 70% per gli hotel/ristoranti, del 80% per i tour operator e le agenzie di viaggio e del 90% per le crociere e le compagnie aeree. Si tratta di previsioni da prendere comunque con estrema cautela dal momento che la situazione della pandemia e delle misure per contrastarne negli effetti è ancora in piena evoluzione, ma che rendono comunque testimonianza dello shock economico a cui è sottoposto il turismo mondiale. In linea con il quadro generale, i dati del turismo internazionale dell'Italia attualmente disponibili indicano per il 2019 una crescita dei flussi turistici in ingresso più contenuta rispetto a quella registrata nel 2018, mentre le prospettive per l'anno in corso si presentano ancora più fosche di quelle mondiali dal momento che il COVID-19 ha colpito il nostro Paese in maniera più

pesante nella seconda ondata con conseguenze che si prospettano più funeste rispetto a quelle della prima ondata.

L'analisi del posizionamento dell'Italia nel contesto internazionale può però al momento dettagliarsi solo con riferimento al 2018, essendo i dati ad esso relativi i più recenti disponibili in via definitiva a livello globale. Nel 2018 la performance dell'Italia è stata, come nell'anno precedente, migliore di quelle dei suoi principali competitor internazionali, superando Spagna (+1,1%), Francia (+2,9%) e Germania (+3,8%). Per non parlare del Regno Unito, dove gli arrivi turistici alle frontiere nel 2018 hanno subito addirittura una contrazione del 3,5%. La crescita degli arrivi di turisti alle frontiere italiane nel 2018 ha generato ricadute positive, ma ben più contenute, anche sul movimento dei clienti presso gli alberghi del Paese, posizionati al terzo posto nella graduatoria europea e saldamente primi nelle preferenze dei viaggiatori extraeuropei, con gli Statunitensi sempre in testa, seguiti a distanza da Russi e Cinesi. I dati del comparto evidenziano un incremento delle presenze dell'1,6%, in calo rispetto a quello registrato nel 2017 e inferiore al trend medio europeo e a quello rilevato in gran parte dei paesi dell'Unione. Come nell'anno precedente anche nel 2018 i due mercati di origine della clientela alberghiera hanno registrato dinamiche differenti, con quello internazionale (+2,3%) che si è mostrato più dinamico rispetto a quello domestico (+0,8%). Uno sguardo più generale sull'intero settore ricettivo italiano indica una crescita delle presenze totali nel 2018 del 2%, in linea con le performance medie dell'Unione Europea. Un risultato soddisfacente se confrontato con quello dei paesi che insieme all'Italia detengono il primato dei flussi turistici in Europa: Spagna (-0,9%) e Francia (+2,2%). Impossibile il confronto con il Regno Unito i cui ultimi dati disponibili si fermano al 2016, grazie ai quali comunque il paese d'Oltremontagna avrebbe guadagnato il primo posto nella graduatoria delle principali mete turistiche europee e sarebbe tornato ad assumere il suo primato di destinazione europea preferita dai turisti extracomunitari. I dati provvisori relativi ai flussi di clientela nelle strutture ricettive dei paesi dell'UE al momento disponibili evidenziano per il 2019 un ulteriore rallentamento della crescita. Le presenze totali nel nostro Paese sarebbero aumentate dell'1,2%, a fronte di un incremento del 4,1% in Germania, dello 0,8% in Francia e dello 0,5% in Spagna. Andamenti ancora più modesti avrebbero caratterizzato il comparto alberghiero del nostro paese, con le presenze in crescita di appena lo 0,3%. Per Assoturismo Confesercenti nel trimestre giugno-agosto 2020 le presenze nelle

strutture ricettive ufficiali in Italia si sono fermate a 148,5 milioni, oltre 65 milioni in meno rispetto al 2019 (-30,4%), con un calo più forte nell'alberghiero (-32,6%) rispetto all'extralberghiero (-27,5%). A pesare, in particolare, il crollo peggiore delle attese (-65,9%) della domanda estera: sono sparite due presenze straniere su tre. Aumentano, invece, i turisti italiani (+1,1%), ma solo nell'extralberghiero (+5,5%). Il calo degli stranieri è avvertito più dall'alberghiero (-70%) che dall'extralberghiero (-61%) e coinvolge soprattutto i turisti extra-Ue. I pochi stranieri presenti sono arrivati da Germania, Francia, Olanda, Svizzera, Austria e Regno Unito e hanno preferito soprattutto il Nord e il Centro.

## **5.2 IL MERCATO DI RIFERIMENTO NAZIONALE- “OSPITALITA”**

Le dinamiche di lungo periodo dell'offerta ricettiva alberghiera italiana sono state contrassegnate da un costante processo di ristrutturazione caratterizzato, da un lato, dalla progressiva riduzione (o contenimento all'espansione) del numero di strutture e, dall'altro, dall'incremento della capacità ricettiva in termini di camere e di letti disponibili. Soprattutto dagli anni '80, l'uscita dal mercato delle aziende di piccole dimensioni e la forte migrazione delle imprese minori verso livelli più elevati di offerta hanno determinato un incremento della dimensione media degli alberghi, passata da 37,6 a 69,1 letti per esercizio tra il 1980 e il 2019. Al graduale spostamento del sistema dell'offerta alberghiera verso strutture di dimensioni sempre più ampie, si è affiancato un intenso processo di riqualificazione che ha visto contrarsi progressivamente il numero degli esercizi di bassa categoria e, contemporaneamente, ampliarsi quello degli alberghi di categoria medio alta. Si è dunque attivato, nel tempo, un processo che ha riequilibrato la composizione dell'offerta ricettiva alberghiera dell'Italia: il peso, sul totale, degli esercizi a 1 e 2 stelle, che ancora fino al 2000 rappresentavano circa la metà degli alberghi italiani, si è ridotto al 24,6% nel 2019, mentre ha assunto un'importanza preponderante quello degli alberghi a 3 stelle, attualmente la categoria più rappresentata (55,2%), ed è cresciuto in maniera esponenziale quello degli alberghi a 4 e 5 stelle. L'analisi delle caratteristiche strutturali degli alberghi italiani a livello territoriale disaggregato evidenzia come la maggior parte degli esercizi e dei letti continui ad essere localizzata nelle regioni del Nord, caratterizzate da una più antica vocazione turistica. Nello specifico, la regione in cui l'offerta ricettiva alberghiera (in termini di letti) è più elevata è l'Emilia Romagna, seguita da Trentino Alto Adige e Veneto. La graduatoria regionale si modifica se il numero dei letti viene rapportato alla

dimensione territoriale delle singole regioni (evidenziandone dunque la densità) e vede passare al primo posto il Trentino Alto Adige, seguito da Emilia Romagna, Veneto e Liguria. Va comunque aggiunto che nel corso degli anni si è assistito ad una redistribuzione dell'offerta nelle aree del paese: ad una diminuzione di incidenza delle regioni del Nord, si contrappone infatti un aumento di quella delle regioni meridionali, sia in termini di esercizi che di letti. A crescere di più tra il 2000 e il 2019 è stata, infatti, l'offerta ricettiva alberghiera delle regioni meridionali, che si è mostrata particolarmente dinamica in Puglia, dove il numero di letti è aumentato del 90,2%, Sicilia (+60,8%), Basilicata (+57,8%) e Calabria (+53,6%). Anche se il processo di concentrazione più sopra ricordato, caratterizzato dalla riduzione del numero degli alberghi e da un incremento delle loro dimensioni, è stato più intenso nelle regioni del Nord che in quelle del Centro Sud, la dimensione media degli esercizi alberghieri è comunque più elevata nelle regioni meridionali, così come è maggiore nelle regioni del Sud la presenza di alberghi di categoria superiore. Il confronto tra le regioni, basato su un indicatore sintetico ottenuto applicando al numero dei letti negli alberghi un sistema di ponderazione che attribuisce loro un peso decrescente al decrescere della categoria, evidenzia come spetti alla Sardegna il primato degli alberghi di categoria più elevata, seguita da Sicilia, Campania e Puglia. In generale, la relativa maggiore qualificazione delle strutture alberghiere operanti nell'Italia meridionale trova la sua giustificazione nello sviluppo più recente dell'offerta turistica di quest'area del Paese. Il quadro dell'offerta ricettiva alberghiera appena delineato, che fotografa la situazione a fine 2019, rischia di subire sostanziali trasformazioni a seguito della pandemia di COVID-19 e delle sue ricadute sul sistema turistico del Paese. Sebbene gli alberghi non siano stati costretti a chiudere dai vari DPCM, Federalberghi riferisce che nel periodo del lockdown circa il 95% ha chiuso a causa del calo della domanda. Se non riprenderanno al più presto i flussi turistici più del 25% degli alberghi potrebbe rimanere chiuso. A rischio di sopravvivenza sono soprattutto quelli di piccola e media dimensione che in Italia sono la maggioranza. Come sottolinea l'Ocse nella nota COVID-19: SME Policy Responses, le PMI sono più vulnerabili agli shock della domanda e dell'offerta in particolare per quanto riguarda la loro liquidità e possono avere meno resistenza e flessibilità per far fronte ai costi che tali shock comportano, con il grave rischio che gran parte di esse non sopravviva nei prossimi mesi. Allo stesso tempo hanno assunto un'importanza preponderante gli alberghi a 3 stelle, attualmente la

categoria più rappresentata (54,5%), e sono cresciuti in maniera esponenziale gli alberghi a 4 e 5 stelle.

### 5.3 IL MERCATO DI RIFERIMENTO DELL'AZIENDA

Nella tabelle che seguono (tab.1 e 2) si riportano i dati riguardanti il settore alberghiero della città di Napoli pubblicati dalla Camera di Commercio di Napoli aggiornati all'anno 2017. In particolare si riporta l'andamento del settore alberghiero (2016/2017) con specifica del numero di esercizi e la movimentazione dei clienti nella provincia di Napoli.

**Tab .1 Consistenza esercizi alberghieri provincia di Napoli**

Territorio Napoli		Correzione dati grezzi							
Classe dimensionale per numero di		totale							
Selezione periodo		2016				2017			
Indicatori		numero di esercizi	posti letto	camere	bagni	numero di esercizi	posti letto	camere	bagni
<b>Ateco 2007</b>	<b>Tipologia di esercizio</b>								
alberghi e strutture simili, alloggi per vacanze e altre strutture per brevi soggiorni, aree di campeggio e aree attrezzate per camper e roulotte	totale esercizi ricettivi	2059	91661	35360	35638	3138	95434	34841	35029
alberghi e strutture simili	esercizi alberghieri	947	70723	35360	35638	933	69946	34841	35029
	alberghi di 5 stelle e 5 stelle lusso	33	4156	2134	2151	38	4842	2441	2458
	alberghi di 4 stelle	292	35732	17780	18005	306	36252	17944	18069
	alberghi di 3 stelle	415	23541	11842	11933	399	22469	11308	11392
	alberghi di 2 stelle	104	4074	2141	2075	95	3450	1824	1772
	alberghi di 1 stella	66	1556	796	776	61	1409	725	709
	residenze turistico alberghiere	37	1664	667	698	34	1524	599	629
alloggi per vacanze e altre strutture per brevi soggiorni, aree di campeggio e aree attrezzate per camper e roulotte	esercizi extra-alberghieri	1112	20938			2205	25488	..	..
	campeggi e villaggi turistici	38	10734			33	9471	..	..
	alloggi in affitto gestiti in forma imprenditoriale								
	agriturismi								
	ostelli per la gioventù								
	case per ferie								
	rifugi di montagna								
	altri esercizi ricettivi n.a.c.								
	bed and breakfast								

Fonte: Istat

Tab. 2. Movimento dei clienti negli esercizi alberghieri della provincia di Napoli - anno 2017							
Tipologia di esercizio		Totale		Stranieri		Italiani	
		Arrivi	Presenze	Arrivi	Presenze	Arrivi	Presenze
esercizi alberghieri		3.455.349	11.902.780	1.711.697	6.434.890	1.743.652	5.467.890
<i>alberghi di 5 stelle, 5 stelle lusso e 4 stelle</i>		2.218.544	7.979.538	1.220.391	4.651.869	998.153	3.327.669
<i>alberghi di 3 stelle e residenze turistico alberghiere</i>		1.075.681	3.566.491	433.558	1.651.252	642.123	1.915.239
<i>alberghi di 2 stelle e alberghi di 1 stella</i>		161.124	356.751	57.748	131.769	103.376	224.982
esercizi extra-alberghieri		418.766	1.258.615	261.700	813.074	157.066	445.541
<i>campeggi e villaggi turistici (a)</i>		120.032	411.559	65.280	217.996	54.752	193.563
<i>alloggi in affitto gestiti in forma imprenditoriale</i>		137.441	361.973	85.140	252.203	52.301	109.770
<i>Agriturismi</i>		6.466	21.867	4.096	15.586	2.370	6.281
<i>bed and breakfast</i>		59.684	149.366	37.507	98.576	22.177	50.790
<i>altri esercizi ricettivi</i>		95.143	313.850	69.677	228.713	25.466	85.137
<b>totale esercizi ricettivi</b>		<b>3.874.115</b>	<b>13.161.395</b>	<b>1.973.397</b>	<b>7.247.964</b>	<b>1.900.718</b>	<b>5.913.431</b>
Fonte: Istat							

## 6. I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

Una trattazione veramente esaustiva delle metodologie di valutazione d'azienda travalica l'oggetto del presente elaborato, il cui obiettivo è invece quello di pervenire all'utilizzo della metodologia più coeva alla realtà imprenditoriale dell'azienda oggetto di valutazione. Vengono in ogni caso di seguito sinteticamente illustrate le diverse metodologie di valutazione d'azienda. Per la ricerca del valore di mercato di un'azienda, la dottrina e la prassi, hanno elaborato criteri e metodi valutativi di generale accettazione e utilizzo (fermo restando il carattere peculiare di ogni stima). I metodi più noti e adottati nella pratica delle valutazioni di aziende si possono sostanzialmente suddividere in cinque diversi macro-gruppi: ▪ Metodo finanziario; ▪ Metodo reddituale ▪ Metodo patrimoniale; ▪ Metodo dei multipli; ▪ Metodo empirico.

### 6.1 IL METODO FINANZIARIO

Il metodo finanziario basa la valutazione dell'azienda sul valore attuale dei flussi di cassa futuri disponibili per la remunerazione dei fattori produttivi impiegati dopo avere accantonato le risorse finanziarie necessarie a sostenere l'attività aziendale. In buona sostanza il metodo finanziario permette di valutare l'azienda in funzione della sua capacità, presente e prospettica, di remunerare gli investitori basandosi sui flussi di cassa generati dalla gestione operativa al netto delle imposte. E' sicuramente un metodo razionale ma poco obiettivo per l'aleatorietà delle previsioni dei flussi monetari, in particolare della loro entità e del loro momento di manifestazione. Si

può procedere alla stima dei flussi di cassa attesi attraverso una proiezione dei flussi stessi normalizzati (F.C.) che utilizzi, alternativamente:

- una capitalizzazione illimitata  $W1 = F.C. / i$
- una capitalizzazione limitata  $W2 = F.C. \cdot a^{n-i}$  ove  $W1$  e  $W2$  rappresentano il valore attuale dei flussi di cassa futuri.

Una volta determinato il valore attuale dei flussi di cassa, il calcolo del valore economico  $W$  dell'azienda che si intende valutare può corrispondere: a) all'unlevered cash flow method: b) al levered cash flow method: ove:  $\Sigma CF_0 / WACC =$  valore attuale dei flussi di cassa operativi  $\Sigma CF_n / K_e =$  valore attuale dei flussi di cassa netti  $VR =$  valore attuale del valore residuo (terminal value)  $D =$  posizione finanziaria netta (liquidità + crediti finanziari – debiti finanziari).

Il metodo finanziario è universalmente considerato il metodo logicamente più corretto. Esso però abbisogna di un sistema informativo aziendale molto sofisticato ed in grado fornire previsioni finanziarie dotate di un alto grado di attendibilità per più esercizi futuri e nel caso di specie stante l'andamento aziendale degli ultimi anni, le vicende (la società è in liquidazione dal 2018 e non si trova nelle condizioni normali di funzionamento) che si sono susseguite sicuramente tale metodo è da escludere.

## **6.2 IL METODO REDDITUALE**

Il metodo reddituale, che poggia le proprie fondamenta sui medesimi pilastri teorici di quello finanziario (si basa sull'attualizzazione dei flussi reddituali attesi), è considerato per l'appunto, una semplificazione di quello finanziario. La sua equivalenza sostanziale al metodo finanziario, nasce dal fatto che nel medio/lungo periodo i flussi finanziari attesi tendono ad equivalere a quelli reddituali. Il metodo reddituale fonda il valore dell'azienda sulla sua capacità di generare reddito ed ha come obiettivo quello di valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione valore = redditività. Esistono due tipologie di metodo reddituale: il metodo reddituale semplice e il metodo reddituale complesso. Il primo si basa sulla stima dei flussi di reddito costanti, dove per reddito si intende il reddito normalizzato, vale a dire un reddito che esprime una misura equilibrata di redditività, destinata a durare nel tempo e depurata da ogni sua componente straordinaria onde evitare il rischio di rendere inattendibile il risultato della valutazione. Ai fini della determinazione del reddito si ritiene che la tecnica preferibile sia quella basata sul principio di conservazione dei redditi storicamente ottenuti in tempi recenti (metodo dei risultati

storici). Il secondo, evoluzione del precedente, attualizza i flussi di reddito previsti anno per anno, fino a conclusione dell'orizzonte temporale preso in considerazione. Tale applicazione trova spazio solo in caso di aziende che elaborano programmi di gestione di durata non superiore ai 5 anni. Il metodo reddituale, rispetto a quello finanziario, ha il merito di richiedere una base dati meno sofisticata. Infatti anche nelle medie e piccole aziende esistono delle previsioni economiche capaci di simulare per un dato orizzonte temporale i redditi attesi. Si precisa che dalla lettura dei bilanci anni 2016-2019 si rileva che la società risulta costantemente in perdita, pertanto il metodo reddituale non può essere applicato all'intero complesso aziendale. Vi è da precisare che detto metodo potrebbe essere applicato laddove esiste un canone di locazione e detto canone venga considerato come reddito del periodo e quindi attualizzando i canoni futuri da percepire.

### **6.2.1 IL TEMA LEGATO ALLA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI CAPITALIZZAZIONE**

Coerentemente con l'indicazione fornita dai PIV al punto I.20.2, la scelta del metodo di valutazione reddituale puro, verrà scelto un tasso di capitalizzazione unico e di tipo semplificato. Il tasso è costruito come somma fra il tasso degli investimenti senza rischio ed il tasso di rendimento atteso per la specificità dell'azienda nella quale si vuole effettuare l'investimento, detto anche premio per il rischio. Tale nozione di tasso altro non è che l'esplicitazione di un approccio razionale all'investimento da parte di un investitore disposto a correre il rischio di impresa che quindi ha due specifiche aspettative dal proprio investimento. La prima è quella di ricevere una remunerazione dal capitale investito perlomeno uguale a quella che ritrarrebbe sul mercato finanziario investendo in titoli a basso rischio. A detta remunerazione minima, il suddetto investitore si aspetta di aggiungere quella derivante dal mercato e/o settore specifico in cui effettua il proprio investimento di tipo imprenditoriale. Nello specifico il tasso di attualizzazione è stato calcolato come segue:  $i = R_f + (R_m - R_f) \times \beta$  ■ Tasso privo di rischio ( $R_f$ ): la componente risk free è stata quantificata osservando, alla data di redazione della valutazione, i principali titoli di stato a medio termine ■ Premio per il rischio azionario ( $R_m - R_f$ ): il premio per il rischio viene solitamente rappresentato quale media dei rendimenti di lungo periodo di un paniere di titoli azionari o di un indice di borsa, al netto della media dei rendimenti di investimenti privi di rischio.

### **6.3 IL METODO PATRIMONIALE**

Il metodo patrimoniale e i suoi così detti derivati: metodo patrimoniale semplice e metodo patrimoniale complesso sono i più tradizionali, e forse quelli più usati. I metodi patrimoniali misti hanno anch'essi una consolidata tradizione; fra questi, quello che attualizzando i sovraredditi fornisce una stima autonoma dell'avviamento, pare essere quello più convincente, oltre che quello più accettabile dal punto di vista teorico. Ma se per i metodi finanziari e reddituali il più delle volte è arduo contare su una buona base dati, la stima autonoma dei sovraredditi pare ancora di più difficile determinazione. I metodi patrimoniali richiedono un accurato esame di tutti gli aggregati del patrimonio, i quali vengono riespressi (ovvero rettificati) in base a criteri di valutazione, che per la maggior parte dei casi, differiscono da quelli utilizzati per la redazione del bilancio di esercizio (tenuto conto che nel caso di specie verrebbero ceduto solo gli assets senza considerare le passività aziendali) . In generale quindi, l'espressione del patrimonio a valori correnti comporta la valutazione delle voci nell'ipotesi di realizzo separato dei vari cespiti. Il metodo patrimoniale semplice fin qui descritto si arricchisce dell'aggettivo complesso, allorquando agli elementi patrimoniali stimati a valori correnti si aggiunge la stima autonoma del valore dei beni immateriali. I beni immateriali, spesso inespressi nei bilanci, consistono in beni in qualche modo identificabili, misurabili e che possono essere oggetto di investimento, e/o di cessione. Tali beni di solito si dividono in commerciali (spese di penetrazione di mercati, marchi, spese commerciali) e di ricerca o industriali (brevetti, Know how, processi produttivi, formule ecc.). Una considerevole differenza con il metodo patrimoniale semplice, che come sopra precisato può essere una somma di separate ipotesi di realizzo dei beni componenti il patrimonio aziendale, consiste nel fatto che, l'approccio patrimoniale complesso per definizione tende a considerare il complesso aziendale come pro-tempore inscindibile, infatti i valori dei beni immateriali inespressi sono tali solo se si assume il complesso aziendale come tale.

#### **6.4 IL METODO DEI MULTIPLI**

Altro metodo di valutazione è quello che nella prassi viene definito metodo dei multipli. Nella valutazione tramite multipli, il valore dell'azienda deriva dal prezzo di mercato di alcune caratteristiche quantità aziendali riferite a società quotate paragonabili, come ad esempio gli utili, i flussi di cassa, il patrimonio netto o il fatturato. L'attrattività di questo metodo deriva dalla sua facilità di utilizzo, i multipli infatti possono essere impiegati per ottenere delle stime veloci del valore di

impresa e sono particolarmente utili quando esiste un numero ampio di imprese confrontabili quotate nei mercati finanziari e il mercato mediamente stabilisce per esse prezzi corretti. La relativa semplicità del calcolo tuttavia può far sì che tali indicatori siano facilmente manipolabili e suscettibili di utilizzi impropri, soprattutto nel caso in cui si riferiscano ad aziende non del tutto simili. Il metodo dei multipli si distingue in: metodo dei multipli di mercato e metodo basato sull'enterprise value. Nel primo caso il ricorso ad una analisi imperniata su multipli presuppone una valutazione di tipo comparativo fra aziende operanti nel medesimo settore. Con questo approccio il prezzo viene rapportato a differenti variabili specifiche che acquistano significato ed importanza differenti a seconda del settore di appartenenza dell'impresa. E' quindi importante capire quale sia il multiplo più idoneo per ogni tipologia di impresa. Nella prassi il più frequentemente usato è il rapporto prezzo/utili. Tale multiplo infatti risulta piuttosto intuitivo, è semplice da calcolare ed è ampiamente disponibile. Tuttavia il rischio implicito del metodo è rappresentato dal fatto che non vengono esplicitate ipotesi di crescita, di rischio e di dividendo, finendo così per rapportare valori che concettualmente si riferiscono a differenti periodi. Il secondo metodo invece si fonda sul concetto di enterprise value, calcolato sommando la capitalizzazione di borsa all'indebitamento finanziario netto della società da valutare. I multipli maggiormente in uso sono: Rapporto Enterprise Value/Fatturato – Rapporto Enterprise Value/Margine Operativo Lordo – Rapporto Enterprise Value/Reddito Operativo. In questo caso il valore della capitalizzazione di borsa viene sommata al valore dei debiti finanziari e il valore che ne deriva viene rapportato a grandezze desumibili dal bilancio, al netto delle componenti della gestione finanziaria dell'impresa. Questa metodologia è ampiamente utilizzata nei mercati finanziari e integra perfettamente il metodo dei multipli di mercato. Nella prassi, vengono create delle banche dati che raccolgono la serie storica delle transazioni di settore sia di aziende quotate sia non quotate, dalle quali si attinge per stimare rapidamente il valore probabile di una data azienda, applicando i multipli di mercato ad una grandezza chiamata EBITDA, definita come Margine Operativo al lordo degli ammortamenti ed accantonamenti.

#### **6.5 PROCEDIMENTO SINTETICO COMPARATIVO STIMA A CAMERA**

Altro procedimento di tipo empirico relativo al settore turismo è quello sintetico comparativo stima a camera. Il predetto metodo estimativo consiste nel calcolare il valore della struttura a nuovo partendo dal valore delle camere; individuando un

valore di costruzione a nuovo, detraendo da questo il valore del deprezzamento connesso alla vetustà dalla data di ultimazione ed implementandolo con il valore aggiunto della gestione manageriale e dell'utile dell'imprenditore.

## **7 LA CONNESSIONE DEL PRESENTE ELABORATO CON LA PERIZIA IMMOBILIARE DEL ARCH VALERIA FERRARA**

Nel caso in questione, deve essere opportunamente evidenziato che la opinione che lo scrivente si appresta a rilasciare, dipende in maniera considerevole dal lavoro di valutazione effettuato da altro perito. Infatti, gli Organi fallimentari hanno richiesto entrambe le perizie, nell'elaborare il piano di liquidazione, deve determinarsi sulla tipologia di liquidazione da effettuare e se vi sia separabilità fra il lotto "azienda alberghiera" ed il lotto "immobile strumentale alberghiero". E' evidente, infatti, che è possibile reperire sul mercato investitori interessati alla sola gestione alberghiera rispetto ad investitori interessati ad un investimento di mera detenzione immobiliare ma, la separabilità dei lotti, almeno secondo la convinzione dello scrivente è possibile solo se entrambi gli investitori possano trarre dal loro investimento, la redditività di mercato per la specifica tipologia di investimento. Ciò equivale ad affermare che, vista l'inscindibilità fra azienda alberghiera ed immobile alberghiero, vi sarà la possibilità di realizzare la vendita in lotti separati se l'azienda alberghiera sarà in grado di remunerare adeguatamente la componente immobiliare. Il sottoscritto ha poi individuato delle aree di valore in cui pur non essendo possibile separare in lotti (essendo possibile ed in alcuni casi più conveniente la vendita congiunta), hanno in ogni caso la possibilità di partecipare autonomamente alla determinazione del valore complessivo. Questa commistione di valori non dipende esclusivamente dalle analisi condotte dal sottoscritto ma dipendono fortemente dalla valutazione immobiliare che è stata resa dall'Arch. Valeria Ferrara. A tal proposito, quando un parere valutativo dipende da altro parere valutativo, il principio I.4.7 del PIV richiede che l'esperto che deve rendere il parere, debba necessariamente sottoporre a revisione critica il parere reso dall'altro esperto. In questo senso lo scrivente concorda con la valutazione dell'Arch. Valeria Ferrara rispetto alla metodologia di valutazione adottata da quest'ultimo e precisamente:

- Valore di mercato per immobili dotati di titolo abilitativo: Metodo dei costi - Cost approach;
- Valore di mercato per immobili abusivi con richiesta di sanatoria: Stima a costo di costruzione con deprezzamento per irregolarità urbanistiche;

- Valore di mercato per immobili abusivi: Valore d'uso.

Rispetto alla metodologia, il sottoscritto ritiene infatti sia stata utilizzata dal perito quella che meglio si adatta alla tipologia di immobile in questione, dal momento che si tratta di un immobile a destinazione speciale (albergo) e riportando numerose peculiarità.

## **8. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE**

La dottrina aziendalistica e la prassi professionale, concordano nel ritenere che la valutazione di un'azienda costituisca un problema complesso, M. Massari – Il valore di mercato delle aziende, richiede la considerazione di molteplici profili, tra i quali, principalmente, i seguenti: 1. la tipologia dell'operazione in vista della quale la valutazione è stata richiesta e le sue finalità; 2. l'identità, gli interessi e gli scopi delle parti interessate alla transazione, sempre che la valutazione sia effettuata a tale scopo; 3. la specificità e lo stato dell'azienda oggetto di stima; 4. le informazioni disponibili per la valutazione. Il variare ed il combinarsi delle possibili configurazioni che i suddetti profili, di volta in volta assumono, contribuisce a mutare, necessariamente, l'approccio e le conclusioni del soggetto chiamato ad esprimere la valutazione. Nel caso in questione, sotto il profilo sub (1) inerente la tipologia dell'operazione, si tratta di valutare un'azienda posseduta da una società fallita per le finalità liquidatorie proprie del fallimento che verranno poste in essere attivando procedure di vendita di tipo competitivo. Il secondo profilo sub (2) non avrà un peso eccessivo dal momento che la presente opinione non è rilasciata a beneficio di specifiche parti che stanno negoziando, da una parte una dismissione, e dall'altro un acquisto, ma solo a beneficio della parte cedente (la Fallita) che vuole conoscere quale sia il prezzo probabilmente esitabile dall'attivazione di procedure di vendita di tipo competitivo. Il terzo profilo sub (3) inerente lo stato e la specificità dell'azienda oggetto di valutazione avrà invece una sua specifica rilevanza in quanto il suo stato attuale di chiusura definitiva della struttura, certamente sarà tenuto in considerazione dalla platea di possibili interessati a partecipare alla suddetta procedura competitiva. Il quarto ed ultimo profilo sub (4) è altrettanto importante in quanto il processo di valutazione del sottoscritto subisce la limitazione degli elementi documentali che ha potuto analizzare e che sono stati analiticamente elencati nel precedente paragrafo 3.1. Premesso quanto precede, pare anche il caso di precisare che la opinione che il sottoscritto emetterà consisterà in un giudizio sul valore dell'azienda, ma che detto valore è nozione ben distinta dal prezzo che in

concreto verrà esitato dalla vendita. Tale prezzo, come più avanti vedremo, è anche contaminato dall'essere l'azienda in questione inevitabilmente esercitata su un immobile che sarà anch'esso oggetto del processo di dismissione da parte della Società. In merito la disciplina della valutazione delle aziende offre un contributo fondamentale in relazione a tale distinzione, precisando che: “Non è sempre chiaramente percepita, da noi specialisti, la pur chiara distinzione tra giudizi di valore (o, brevemente, valori) e prezzi del capitale e dei suoi titoli rappresentativi. Com'è ben noto ed è stato più volte ripetuto, i prezzi sono dati espressi dai mercati; i valori sono stimati con vari criteri, cioè compiendo scelte di metodo espresse da modelli e formule che contengono una parte (più o meno rilevante) dei «fattori» determinanti del valore (con alcune inevitabili carenze), tradotti in grandezze scelte anche discrezionalmente (con ipotesi/convenzioni) sulla base delle informazioni disponibili (che possono essere incomplete). I valori sono perciò anche opinioni (ovvero sono anche un giudizio). Questo è reso particolarmente evidente dalla rappresentazione dei prezzi quali grandezze determinate, oltre che dai valori intrinseci che essi comprendono e sottintendono: da fenomeni concernenti i mercati dei capitali, fenomeni esterni all'impresa e per quest'ultima incontrollabili (fluidità, rigidità dei capitali, efficienza dei mercati, ciclo della domanda/offerta dei capitali di rischio, presenza o meno di processi di concentrazione in corso nel settore di appartenenza ecc.); delle cosiddette leve del prezzo (efficacia della comunicazione delle società interessate, loro credibilità, «cura» del mercato ecc.).”

Tale fondamentale distinzione è anche rinvenibile nei PIV, entrati in vigore dal 1 gennaio 2016. In particolare, il principio I.6.1 dispone che: “L'esperto deve precisare la configurazione di valore prescelta, avendo presente da un lato le differenze fra prezzo, costo e valore; dall'altro le finalità della stima”, precisando nel relativo commento al suddetto principio che: “Il prezzo è il corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l'acquisizione dell'attività reale o finanziaria da valutare. Si tratta di una grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull'offerta e che, pertanto, può discostarsi dal valore dell'attività”.

### **8.1 PREMESSA I PIV**

Molto opportunamente nel principio III.1.16 stabiliscono che: “Nella selezione del metodo di valutazione, l'esperto deve essere consapevole dell'esigenza di formulare scelte motivate, coerenti con le caratteristiche dell'azienda, o del ramo aziendale

considerato, la configurazione di valore ricercata; le finalità della stima; e la base informativa disponibile. Sono da evitare aggregazione di metodi che non esprimono un razionale percorso valutativo.” Nel rispetto di questo principio cardine, deve essere nuovamente messo in evidenza che il sottoscritto non dispone di elementi prospettici da valutare, inerenti alle previsioni di andamento economico dell’azienda nei prossimi anni ma solo di una serie di dati storici che riguardano la società la quale ha esercitato l’attività alberghiera nel lasso temporale che va dal 01.01.2016 al 31/12/2019.

## **8.2 LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL’AZIENDA**

Dalla lettura dei dati sopraesposti il sottoscritto procederà per l’individuazione del valore azienda del “Hotel Tennis srl in liquidazione” tenendo conto dei diversi valori e fattori che costituiscono il complesso aziendale : Hotel, complesso tennis, piscine, palestra, zona parcheggio e locazione per antenne telefoniche; Successivamente si effettuerà la somma dei predetti valori.

### **8.2.1 VALUTAZIONE HOTEL**

Precisamente per l’albergo il sottoscritto ha provato ad utilizzare diversi metodi di valutazione tenendo conto della perizia redatta dall’Arch. Valeria Ferrara che ha attribuito all’intero compendio immobiliare un valore pari ad Euro 4.820.000.

Il sottoscritto fa presente che ha effettuato numerosi sopralluoghi unitamente al curatore ed al cancelliere durante le operazioni inventariali ed ha riscontrato che al primo piano i locali cucine risultano impraticabili ed i beni ivi allocati (cucine ed utensileria) appaiono del tutto inutilizzabili se non addirittura da rottamare. I locali adibiti ad area ristorante l’area reception sono arredati con tavoli, sedie, mobili e arredo che risultano essere ormai vetusti e che in caso di nuova apertura andrebbero sicuramente sostituiti. Ai predetti beni in sede inventariale è stato attribuito un valore complessivo di funzionamento **di € 1.000,00**. Ai piani le singole camere risultano in modeste condizioni igieniche ed arredate con letti singoli e/doppi risalenti agli anni ’80 (anche i materassi e le reti risultano vecchi), vi sono luci di arredamento senza alcun valore commerciale se pur funzionanti (appliques sistemati nella camera e nel bagno), non tutte le camere sono fornite di un minibar e di un televisore digitale (anche tali beni sono funzionanti ma tecnologicamente arretrati e pressoché privi di valore commerciale se venduti separatamente). Gli arredi bagno e le porte di separazione sono in modesta fattura. L’Ufficio fallimentare ha attribuito agli stessi un valore di funzionamento **di € 50,00** per camera, che appare allo

scrivente congruo ed in linea con la propria ipotesi di valutazione. Infine il sottoscritto rileva che in caso di cessione e di riattivazione della struttura la stessa necessita di una profonda ristrutturazione sia impiantistica sia di arredi; detta valutazione dovrà essere riconsiderata al momento della valutazione dell'Hotel Tennis, che appare non sia stata oggetto di ristrutturazione da oltre 20 anni.

In relazione al procedimento estimativo prescelto –parametro “a camera”– calcoliamo il valore finale della struttura nelle condizioni di valore “a nuovo” e da tale valore detrarremo il deprezzamento connesso alla vetustà dalla data di ultimazione (cioè oltre 20 anni).

Vediamo ora come si può operare praticamente nella valutazione.

Determinazione del valore della struttura a nuovo deprezzamento per vetustà.

Determinazione del valore della struttura a nuovo.

Sulla base dei dati economici espressi nelle rilevazioni di mercato si riferisce che per strutture di tipo ricettivo, aventi caratteristiche simili a quella in valutazione, il “costo di costruzione” per un albergo a tre stelle può variare da € 100.000 a € 120.000 circa per camera (oneri finanziari ed utile esclusi).

Adottiamo il valore di € 120.000 a camera avremo:

camere n.63 x120.000 €/camera = € 7.560.000 in c.t.

Gestione manageriale dell'operazione: 8% del costo:  $0,08 \times 7.560.000 = € 604.000$  in c.t.

Utile dell'imprenditore 15% del costo totale:  $€ (7.560.000 + 604.000) \times 0,15 = € 1.224.720$  Totale parziale:  $(7.560.000 + 604.000 + 1.224.720) = € 9.388.720$ .

Al sopradetto valore si somma il valore dell'area che abbiamo individuato intorno al 25% del costruito (tenuto conto che alcune aree vanno abbattute alberghetto+residence e l'area verde e le piscine vanno tutte ristrutturate). Si ottiene:  $€ 9.388.720 \times 0,25 = € 2.347.180$  in c.t.

Valore totale dell'edificio alberghiero ad edificazione avvenuta (valore finale)

Per cui il valore della struttura alberghiera “a nuovo” risulta:  $€ (9.388.720 + 2.347.180) = € 11.735.900$  in c.t. €

Determinazione del valore della struttura deprezzata (non a nuovo).

Procediamo ora alla determinazione della struttura alberghiera nelle attuali condizioni di conservazioni operando sul valore “a nuovo” la detrazione per deprezzamento, in ragione della diminuzione del valore dovuto alla vetustà ed allo stato manutentivo, connessa alle classi delle opere edili ed impiantistiche presenti, in

funzione della vita utile, della vetustà e dell'incidenza della categoria sull'intera opera realizzata.

In conclusione tale deprezzamento in relazione alle varie categorie di opere ed impianti è stato determinato in circa il 45% del valore a nuovo.

Si ottiene pertanto il seguente valore del complesso :

€ 11.735.900 X 45% =5.281.155

€ 11.735.900-5.281.155=6.454.745

Si precisa che si è proceduto ad analizzare i conti economici e patrimoniali della azienda degli ultimi 4 anni ma risultando la stessa in liquidazione non appariva coerente l'utilizzazione dei metodi di natura reddituale e/o dei flussi di cassa.

Infatti la redditività normalizzata storicamente registrata dall'azienda (sempre negativa negli ultimi 4 anni), risulta pari a zero rispetto al rendimento atteso dal potenziale investitore acquirente dell'immobile albergo ed azienda.

### **8.2.2 VALUTAZIONE COMPLESSO TENNIS**

Trattasi di un complesso comprendente 6 campi da tennis non coperti. La concessione Edilizia relativa alla costruzione di 3 campi risale agli anni 70 mentre gli altri tre furono legittimati da concessione agli inizi degli anni 80. La particolare posizione ne ha fatto storicamente un polo di notevole interesse ed attrazione sia durante il periodo estivo che in quello invernale, in relazione alle dotazioni sportive e ricreative che all'epoca risultavano presenti (bar, posto di ristoro, area verde attrezzata eccetera), ma che nel tempo sono state abbandonate. Ciò nonostante essi sono stati oggetto di locazione della prestigiosa "Accademia Tennis" fino alla data del fallimento. I campi da tennis, dotati di illuminazione notturna, con attrezzature aventi caratteristiche costruttive di tipo standard, presentano il fondo del campo in materiale sintetico ed erano completi degli elementi accessori principali. La struttura dispone annesso aree destinate a spogliatori docce ed area ufficio. La locazione era stata concessa alla ASD "--- OMISSIS ---" ad un canone annuo medio, per i primi sei anni, di € 40.950,30 oltre iva, avente durata anni sei, per un valore complessivo di € 245.702,00 escluso consumi idrici ed elettrici a carico del conduttore e con un riduzione del canone prevista per effetto delle attività di manutenzione ordinaria e straordinaria che la ASD avrebbe dovuto effettuare sui predetti beni. Atteso che il sottoscritto non è a conoscenza se effettivamente i predetti lavori furono effettuati e che ad oggi la ASD non ha pagato tutti i canoni e che la stessa ha rilasciato il complesso oggetto della locazione, al solo fine di valutare prudenzialmente il "valore AZIENDA del complesso tennis", il sottoscritto ritiene (nel caso di specie) di

utilizzare (con il metodo reddituale) il canone percepito sulla scorta del contratto di locazione dei primi sei anni.

Da una ricerca di mercato effettuata dallo scrivente il costo di costruzione di un nuovo campo, completo, ammonta a € 20.000,00 esclusi oneri di sicurezza, valutabili nella misura del 5 %, ed IVA 10%, per un totale di € 23.100,00. A ciò vanno aggiunti il valore delle opere infrastrutturali e l'utilizzo delle all'attività di supporto in essere (illuminazione notturna, spogliatoi area ufficio, parcheggio) la cui incidenza si può individuare in un maggior valore almeno del 20% pertanto il valore complessivo di ogni campo ammonta ad € 27.720,00. Tenuto conto che 6 campi furono realizzati presumibilmente negli anni '80, si assume un'età degli stessi pari a 40 anni,.

Il valore dei 6 campi a nuovo, (esclusa l'area di sedime) risulta pertanto:

$$27.720,00 \times 6 = € 166.320,00$$

Tenendo conto della percentuale del costo deprezzato dei campi da tennis per vetustà e obsolescenza (secondo le tabelle del volume “Manuale di estimo immobiliare”, di Giovanni Turola, Ed. Il Sole 24 ore) si può determinare il valore attuale dei sei campi da tennis.

Dalle tabelle e dal grafico sopra riportati, si possono ricavare i coefficienti di vetustà e obsolescenza a 40 anni di 0,611.

Pertanto il valore attuale dei 6 campi da tennis risulta il seguente:

$$V_a = 6 \times 27.720 \times 0,611 = € 101.621 \text{ (esclusa l'area di sedime).}$$

Per altra via possiamo risalire al valore del cespite attraverso la capitalizzazione del canone di locazione che la società aveva come di un reddito al lordo di tutte le spese.

Il canone di locazione, poiché costituisce il prezzo d'uso del bene e in linea generale deve assicurare, nell'ottica imprenditoriale un adeguato rendimento del capitale, applicando un adeguato saggio di rendimento al valore dell'impianto. Alla luce di tali ultime considerazioni tenuto conto che il canone di locazione del primo periodo (in via prudenziale) ammonta ad € 40.950,30 e che il capitale  $V_m$  deve essere adeguatamente remunerato e a tal fine si fa riferimento alla rendita di investimenti con un rendimento medio lordo del 4%; saggio di rendimento in linea anche con il costo del denaro che gli Istituti di Credito applicando alla clientela.

Nella fattispecie si ritiene congruo assumere

$$I = 4\%$$

$$\mathbf{Rata = 40.950,30}$$

**T= anni 6**

$$a_{\overline{n}|i} = v^n \cdot \overline{s}_{\overline{n}|i}$$

Pertanto il valore del capitale risulterà pari ad € 214.667,08.

Il sottoscritto non avendo a disposizione il valore dell'area di sedime e tenuto conto che l'effettivo rendimento storico è quello sopraindicato si è preferito definitivamente utilizzare il metodo reddituale

Si precisa che tale canone, è comunque compatibile con i criteri di una corretta gestione, in considerazione delle spese che deve sostenere il conduttore, risultano essenzialmente costituite da spese di riscaldamento, energia elettrica, manutenzioni e riparazioni, costo del personale, assicurazioni, tassa rifiuti e acqua e tutti gli altri oneri inerenti la gestione aziendale.

### **8.2.3 VALUTAZIONE COMPLESSO PISCINE**

Il sottoscritto rileva che allo stato e da notizie raccolte sul posto l'area piscine risulta dismessa e in abbandono dall'anno 2019 precisa che le stesse producevano ricavi nell'anno 2018 che ammontavano complessivamente a circa € 72.000,00. Il sottoscritto rileva che dalla lettura della perizia dell'Arch. Valeria Ferrara la predetta area abbisogna di un notevole investimento per la riattazione degli impianti e la corretta utilizzazione degli stessi. Alla luce di tali considerazioni il sottoscritto ritiene che prudentemente non possa essere attribuito un valore autonomo ma vada inserito in quello già determinato dall'arch. Ferrara; anche in considerazione dei pochi dati contabili in possesso della curatela sull'effettivo rendimento negli anni dei predetti impianti

### **8.2.4 VALUTAZIONE PALESTRA**

Come riferito la struttura aveva in dotazione anche un'area fitness con annessa area destinate a spogliatori docce, dato in locazione alla ASD "--- OMISSIS ---" ad un canone annuo stabilito in € 6.000,00 oltre iva, avente durata anni uno , escluso consumi idrici ed elettrici a carico del conduttore con partenza dal 01/05/2016 e durata un anno con tacito rinnovo.

Atteso che il sottoscritto è a conoscenza che i predetti locali sono stati abbandonati dal conduttore ed oggetto di furto e che gli stessi sono stati vandalizzati ritiene che allo stato alcun valore possa essere attribuito alla predetta area se non nell'ambito della valutazione del cespite su cui insisteva l'attività e quindi anche nel caso di specie non possa essere attribuito un valore autonomo ma vada inserito in quello già determinato dall'arch. Ferrara.

## 8.2.5 VALUTAZIONE LOCAZIONE ANTENNE TELEFONICHE

Come evidenziato la struttura ha in essere due contratti di locazione di porzione del lastrico solare. Il primo in favore della --- OMISSIS --- avente ad oggetto lo spazio di mq 16 del lastrico solare per l'installazione dei supporti di antenne ed antenne ed un container prefabbricato metallico, con il relativo diritto di accesso, passaggio dei cavi e di posa in opera di pozzetti per impianto di messa a terra per il periodo andante dal 01/11/2014 al 31/10/2023 (durata novennale) prezzo di € 15.000,00 oltre iva rinnovabili tacitamente per sei anni e così di seguito. Il secondo in favore di --- OMISSIS --- avente ad oggetto lo spazio di mq 15 del lastrico solare e 5mq per le superfici di passaggio cavi, per l'installazione dei supporti di antenne, antenne ed un container prefabbricato metallico, con il relativo diritto di accesso, passaggio dei cavi e di posa in opera di pozzetti per impianto di messa a terra per il periodo andante dal 01/07/2018 al 01/07/2024 (durata anni sei) prezzo di € 9.072,00 oltre iva non è riportata la clausola di rinnovabilità tacita. Il sottoscritto per la individuazione del "valore contratti antenne" ritiene utilizzabile unicamente il metodo reddituale individuando il reddito quello derivante dalla corresponsione del canone di locazione. Il canone di locazione, poiché costituisce il prezzo d'uso del bene e in linea generale deve assicurare, nell'ottica imprenditoriale, un adeguato rendimento del capitale, applicando un adeguato saggio di rendimento al valore della cosa locata. Alla luce di tali ultime considerazioni tenuto conto della tipologia dei contratti, tenuto altresì conto della specificità dell'operazione appare opportuno fare riferimento alla rendita di investimenti con un rendimento medio previsto dai titoli di Stato a dieci anni BTP scadenza 1 novembre 2029 il cui saggio di rendimento lordo è 0,79%, e per i titoli di stato BTP a cinque anni il cui saggio di rendimento lordo ammonta al 0,23%

Nella fattispecie si ritiene congruo assumere:

Contatto --- OMISSIS ---

**I = 0,79%**

**Rata = 15.000,00**

**T= anni 9**

$$a_{\overline{n}|i} = v^n \cdot \sum_{t=1}^n i$$

Pertanto il valore del capitale risulterà pari ad € 129.918,38

Contatto --- OMISSIS ---

**I = 0,23%**

**Rata = 9.072,00**

**T= anni 6**

$$a_{\overline{n}|i} = v^n \cdot \overline{s}_{\overline{n}|i}$$

Pertanto il valore del capitale risulterà pari ad € 53.996,50

Si precisa che il canone considerato è quello attualmente in essere ed il periodo preso in considerazione e quello relativo un intero periodo contrattualizzato.

Infine il valore complessivo “Antenne Telefoniche” computato ammonta ad € **183.914,88**.

### **8.3 LA STIMA DELL'ENTERPRISE VALUE DEL'HOTEL TENNIS IN LIQUIDAZIONE SRL SECONDO I DIVERSI SCENARI DI LIQUIDAZIONE E TRAMITE APPLICAZIONE DELLO SCONTO OSSERVATO IN SEDE DI ASTA PUBBLICA**

In via preliminare il sottoscritto tenuto conto delle condizioni del complesso aziendale della intrinseca sinergia e complementarietà esistente dei diversi fattori di redditività rileva che sicuramente la via della liquidazione in un unico lotto di tutto il complesso aziendale rappresenta la modalità più semplice e veloce per la realizzazione dell'attivo fallimentare.

Il valore quindi del complesso aziendale potrà essere indicato in € 6.853.327,68 pari alla somma algebrica dei valori sopraindicati e precisamente:

Complesso Alberghiero inserendo in detto valore l'intero complesso al netto di quelli di seguito elencati € 6.454.745 ed oggetto di autonoma valutazione

Complesso Tennis € 214.667,08

Valore complessivo “Antenne Telefoniche” computato ammonta ad € 183.914,88

L'analisi degli sconti registrati in sede di asta pubblica non risulta agevole in quanto non vi sono vendite all'asta asta che ha avuto per oggetto un albergo comparabile per dimensione, caratteristiche e *location* a Tennis Hotel Srl in liquidazione. L'applicazione dello sconto ipotizzabile da applicare al valore del complesso aziendale unitamente al compendio immobiliare in una cessione in sede di asta pubblica potrebbe essere determinato prudenzialmente in circa il 25% del valore attuale (al tasso *risk free* di più prossima scadenza) del prezzo complessivamente indicato dallo scrivente ed il valore base dell'asta, pari ad € 5.139.000

Non ipotizzando una cessione atomistica delle attività (cessione dell'immobile tramite asta pubblica e liquidazione del circolante negativo utilizzando i

proventi dell'asta), l'*Enterprise Value* in sede di liquidazione forzata dell'Hotel Tennis in liquidazione Srl risulterebbe compreso tra € 4.820.000 ed € 5.139.000.

## **9. CONCLUSIONI**

Per quanto esposto nei precedenti paragrafi lo scrivente ritiene che gli organi del fallimento debbano procedere ad una vendita unitaria dell'immobile e dell'azienda partendo da un valore di base d'asta che parta da € **4.979.500** (pari alla media dei due valori); fino a quando il valore del lotto unico non raggiunga il valore del solo complesso immobiliare.

(dott. Domenico Vincenzo De Crescenzo)